

1. 会合名	社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ（第 25 回）
2. 日時	平成 29 年 11 月 7 日（火）午後 4 時～午後 5 時 30 分
3. 議案	1. 社債の取引情報の発表制度の定期検証に関するアンケート結果を受け御審議いただきたい事項について 2. 発表停止基準の取扱いの見直しについて 3. その他
4. 主な内容	1. 社債の取引情報の発表制度の定期検証に関するアンケート結果を受け御審議いただきたい事項について 本年 10 月に本 WG 委員宛に実施した「社債の取引情報の発表制度の定期検証に関するアンケート」の結果を受けて、資料 1 に基づき審議が行われた。 （主な意見等） 1. 発表対象基準関係 「当該社債の銘柄格付けが AA 格相当以上であること」の見直しについて - 平成 24 年 7 月の社債懇第 4 部会（以下「第 4 部会」という。）の報告書では、社債の流通市場の活性化を図るためには、社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め、信頼性を確保することが重要であると整理されており、公表対象銘柄は、証券会社から報告のあった全銘柄とされている。ただ、社債の取引情報の公表による信用リスクの相対的に大きい企業の社債の流動性等への影響が懸念されることから、段階的に公表を進めることとされており、現在、発表対象は銘柄格付けが AA 格に限定されているものと認識している。 参考 1－2 では、発表対象となっている取引は件数ベースでは約 36%、数量ベースでも約 50%程度となっている状況とのことなので、発表対象を証券会社から報告のあった全銘柄とすることへの実現に向け、さらなる取り組みを行っていただきたいと考えている。 発表対象に関する格付について申し上げれば、昨年、今年と A 格の社債の価格情報等の公表を求める声が投資家、発行会社等を含め多数存在しており、昨年の本 WG の議論の中でも、A 格は十分高い格付であるという意見もあったと認識している。 仮に、今年の見直しによって A 格の社債の取引が発表対象に含まれなかったとしても、来年の見直しの際には、少なくとも A 格の社債について、さらには BBB 格以下の社債についても発表対象とすることによって、社債の価格情報の透明性を高め、社債の流通市場の信頼性を確保していただきたいと考えている。（委員等） - A 格への拡大に関しては、意見が拮抗しているところかと思うので、慎重に考えないといけないこともある一方、委員等からの御発言もあり、さらに今日本銀行が社債の買い入れオペも行っており、かなりマーケット的には安定しているため、今こそやってしまうというのも 1 つの考え方かと思う。現状では拡大不要であるという意見も半数ある

	が、実際にいつまでも反対ということではなく、委員等からの御指摘のとおり、第4部会の報告書では、将来的には全銘柄公表に向けて進んでいくべしと結論づけているので、今回は発表対象の見直しをするか、しないかというよりも、今年度するか、来年度にするか、それを判断いただくのが適切ではないか。(委員等) 今年、発表対象の見直しを行わないのであれば、来年また考えるということになるかと思う。今年、見直しを行わないなら、来年見直しを行うということを今回決めるというのは、この定期検証のプロセスとしては、マーケットの流動性等について検証をしながら、PDCAを回していくということなので、来年のことを決めてしまうのはやや難しいと思う。方向感としては、将来的には全銘柄に向けて努力しているということは、ベクトルとして共通しているかと思う。今年見直しを行わなかった場合は、また来年検討するという話であることは共通理解であると思う。 見直し不要であるという方の考えとしては、基本的には、証券会社で実務的に動かしつつ、A格まで下げることにに対する懸念の声も若干見られるということかと思う。最初から御参加いただいている方は大体わかるかと思うが、この制度をつくり上げるのは、やや奇跡的なところがあり、最初は相当の反対のもとに、1つも開示できないのではないかとこのところからスタートしているので、今ここに至っているところでも、かなり頑張ってきているという感じはしていると思う。それを支えていただいているのは、基本的には証券会社の御協力と、その情報提供なので、その反対意見が縮小していく中で、検討させていただくというのが本当のところかと思っている。(主査) 国内クレジットは、証券会社がバランスシートを使って在庫を抱えて、マーケットメイクを行っているが、海外と異なり、レポ市場がないこと、CDSのマーケットが薄いことにより個別のクレジットのリスクヘッジが難しい。今後導入されるNSFR、FRTB等の規制で資金や資本コストがかさんでくるので、証券会社としても、徐々にそのビジネスが難しくなっているという状況にある。クレジットスプレッドボラティリティの高いAの銘柄、もしくはBBBの銘柄に関しては、価格の公表が進むほど、マーケットメイカーとしてのポジションのリスクが開示されるので、厳しくなると思う。極端にそれを進めてしまい、ポジションを持っているマーケットメイカーのアクティビティが落ちて、流動性が落ちることを懸念している。セカンダリーのマーケットをより活性化して、流動性を上げることは大賛成だが、このまま透明性を開示することがそれに結びつくのか疑問を感じている。また、第4部会では、社債のレポ市場の整備を社債の価格情報インフラ整備の取り組みと同時並行的に行うようにうたっている。レポ市場やCDSが整備されれば、マーケットメイカーとしてもクレジットリスクをヘッジできるので、流動性をより確保でき、透明性を上げて、よりマーケットが活性化できるというロジックになるかと思う。よって流動性を供給するためには、レポ市場の整備というのを同時並行的に推し進めていただきたい。(委員等) マーケットそのものの活性化が基本的な目標になっているが、開示をすればマーケットが活性化するなら、それほど簡単なことはない。マーケットを活性化させるために、
--	--

総合力を発揮していかなければいけないという御指摘かと思うが、開示だけが先行するということには、なりにくい面もあると思っている。ただ、なるべく開示していく方向に向かいたいというのは基本路線であるので、できれば皆さんのお知恵を出していただいて、どのようにすれば最終的な開示の方向に向かっていけるのかを御提案いただきながら前に進めればと思っている。非常に有益な御指摘かと思うので、受けとめさせていただきたい。

いずれにしても、A 格まで広げると、全体の約 9 割まで開示されることになるので、できれば次のステップとしては、A 格までの拡大を目指せるようなマーケット環境になっていくように整備に取り組んでいきたいと思っているので、ぜひ御協力させていただきたい。

(主査)

- ・ 足元の統計で見ると、ポジティブな影響は出ていると思うが、1 年だけポジティブな影響が出ていても、これが続くのかという確信は持てず、ネガティブな影響を与えるのではないかという懸念は払拭されないと思うので、環境整備なども進めていただければと思う。(委員等)
- ・ 過去、第 4 部会の議論の際に、レポ市場と並行して進めるという話は実際にあり、議論をして準備をしたが、正直、現状投資家サイドは、社債から得られるリターンが低い中で、貸債で儲けられるものだったら儲けたいということで、例えば今、ある大手機関投資家が貸債及び貸株、外債も含めて、かなりレンディングで儲けている。そのような投資家が多く、貸し手はいると思うので、レポ市場の整備を今止めているのは、証券会社が空売りをできない、というところにあるようにイメージを持っている。その意味で、レポ市場の整備が必要という理由で発表対象の拡大に反対されてはいつまでたっても進まない。時限を切って、今年やらなければ来年自動的にやるというつもりで議論しないと、永遠に同じ反対理由を述べられてしまい、将来に向けて拡大するということが進まないで、来年見直す時限を切ってはどうかという提案をさせていただいた。(委員等)
- ・ いずれにしても、本 WG の中ではお互いの言い分がある中で妥協しつつ、前に進んできたところがあるので、最後まで反対意見を述べれば常に拒めるという形にはなっていないと思う。多くの声の中で、皆さんにも努力していただいて、じゃあそこは飲んでやっていきましょうということで進んできたのが、これまでの経緯であるので、御意見は今平行線になっているが、次のフェーズでは折り合っていけるような形で、お互いの意見が調整できるようにしていきたい。

この論点に関しては、反対意見の方も反対はしているものの、徐々にしょうがないかなという方向になってきたというプロセスから考えると、まだやや仁王立ちの感じがあるので、できればもう 1 年、様子を見て、流動性に関する影響度合いや、ポジティブな影響が続いていくのかということを見定めた上で、できれば歩み寄っていききたいと思っている。証券会社側も、いつまでも反対していても大丈夫だということではなく、議論を前に進めていくにはどうすればよいか、あるいは要望として挙げたことについて、こちら側も受けとめさせていただいて、方向感を考えさせていただければと思っているの

	で、どうぞよろしくお願い申し上げたい。(主査) 2. 発表事項 (1) 「売り」「買い」の別の表示について ・ 売り買いの別の日証協への直接報告については、基幹システムに関わる改修が必要になり、工期的にかなり時間がかかるので、実施時期については御考慮いただきたい。(委員等) ⇒ 本WGにおいて、売り買いの別の表示について御賛同いただけるのであれば、実施期間に要する期間についてアンケートをとらせていただき、慎重に進めさせていただきたい。(事務局) ・ 特に強い反対もないので、売り買いの別については、記載例の通り表示する方向で進めさせていただきたい。証券保管振替機構(以下「保振」という。)経由の報告と整合性を取り、実際に売り買いの別を発表する際には、データの読み手が誤解しないような注意喚起が必要だと考えている。実際にフィージビリティを確保するためには、システム対応が必要なので、各証券会社に対応可能時期を確認させていただきながら、無理のない形で前に進めさせていただきたい。特に、基幹システムに影響を及ぼす場合については、システム開発等変更に要する時間等もあるかと思うので、それらも含めて慎重に進めさせていただきたい。(主査) (2) 取引数量((額面金額ベース):「5億円以上」又は「5億円未満」の別)の見直し(実額での発表又は区分の細分化)について ・ 実額の場合は取引の限定がされやすくなるので、もし公表されるのであれば1億円刻みがよい。(委員等) ・ 5億円以上の大口については、気をつけて進めたほうがよいと判断している。大口の引き合いの定義というのは、判断はそれぞれあると思うが、5億円をスレッショールドに置いて上か下かというもので、金額が大きくなると、取引数量やバイ・セルのサイドによって、取引の特定がしやすくなる。将来のことまで考えると、5億円以上の大口に関しては、セルサイドというよりは、バイサイドの匿名性に一定の配慮が必要と思う。 5億円未満については、実額でも実務上あまり違和感はない。スレッショールドを1億円刻みに置くということであれば、システム開発が必要になる。これはコストベネフィットの話であり、情報を提供している立場にとって、コストはそれなりにかかっているという部分において、実額でもあまり違和感がない。(委員等) ・ 5億円以上についての問題意識は共有しており、見直しは基本的に考えていない。論点は、5億円未満についての細分化を行うかどうか、行うとした場合には、区分を細分化するのか実額で発表するのかという2つである。(主査) ・ 5億円未満の表示の細分化についてどこからか要求があったのか。(委員等) ⇒ 定期検証アンケートの際、昨年の意見を紹介したところ、今回のアンケートにおい
--	---

	ても言及する方がいたということで、IOSCO の話が契機というものではない。また、実額とは実際の契約プライスではなく、債券の額面単位の実額である。(事務局) - 投資家としては取引を検討するときの参考情報として、あまりに小口のトレードは、そのプライスを参考にしても実勢を合わせていないのではないかと、ある程度まとまったロットであれば、今の市場実勢を比較考量するのではないかなどと、金額に応じて多少判断が変わってくるので、必ずしも実額でなくてよいかもしれないが、やや細分化をしていただいたほうが、情報としての有用性は間違いなく増すだろう。(委員等) - 概念が不明確なまま決めるのは難しいので、本事項については何をもって細分化というのか、どういうことを想定しているのかということのを改めて事務局において整理した上で、実施するかどうか、実施するとしたらどのようなやり方があるのかについてアンケートを実施させていただきたい。(主査) (3) 約定時刻(取引時刻)の発表について - システム開発等のコストがかかるので、費用対効果は考えたい。約定時刻を出すことによって、投資家やマーケット参加者にどのぐらいベネフィットがあるのか御意見を伺いたい。額面を細かくする、約定時刻が出ることによって、匿名性が薄れていくと思うが、その点に関して、特に投資家の御意見を伺いたい。(委員等) - 取引時刻が開示されることで、その時点での社債のプライスそのものというよりは、国債やその他の金利との相対感で、どのぐらいのスプレッドで取引されたのかということまでわかると、自分たちが検討しているトレードの参考情報としての有用性は高まると考えている。(委員等) - 約定時刻の精度によってシステムの開発及びオペレーションが大きく関わってくる。当社としてはかなり負担の重いものだと考えている。(委員等) - 現在、取引情報については翌朝発表のため、TRACE のように、約定後速やかに取引情報が発表されるのであれば、約定時刻を発表する意味はあるが、現在の制度の場合、約定時刻を出すことの意味はあまりないと思う。実際、保振のシステムでは、証券会社は、売買報告データに約定時刻を任意に設定して送信することができるが、約定時刻を設定していないデータもある。証券会社の負荷を考えると、抜本的にシステムをやり直すときでないと対応ができないテーマなので、将来の課題として置いておくということではないかと思う。(委員等) - もし約定時刻を発表するとなれば、証券会社にも大変な負担がかかるので、実行性は難しいと感じている。投資家サイドとしては、これから投資を考えるときに知りたい情報だけれども、自分が投資したときには知られたくないというのは、やや痛し痒しのところも出てこざるを得ないということで、秘匿性の問題もあるので、将来の課題という形で常に意識させておいていただければと思う。(主査) 3. その他の意見
--	---

	・ 項番2について、均一価格をリリースした後というのは実質セカンダリーであり、興味のある方もいるデータではないかと推測する。(委員等) ・ この点に関しては、引受けサイドの話も聞いておかなければならないので、ここではすぐ答えられない。(委員等) ・ 同じく、社内の引受けサイドの意見を聞いてみたい。大方のものが発行日当日に発行価格で販売されているという前提で開示をすると、発行日の取引量は、通常のセカンダリーよりも非常に多いケースがほとんどのため、おそらく100円というデータが並んでしまい、見づらいのではないかと。そのような無駄なデータを出してもしょうがないという議論だったかと思うので、現行維持でもよいと思うが、社内で検討したい。(委員等) ・ 募残について、例えば売却する場合、多少スプレッド等を見殺しした価格で取引する場合も実際あり得るので、ミスリーディングになるかと思う。よって、現行のままでよいと思う。(委員等) ・ 個人的には大変新鮮で、最初に制度を決めたときの御意見とは違う見方もあるということが披瀝されることは、制度の進化に非常に重要であり、新しく開示したほうがよいとなる可能性もあるかもしれない。せっかくの御指摘なので、各社でどのような意見があるのか、リサーチしておいていただければと思う。直ちに、実現すべきという意見が強いとは思わないので、今まで思い込みになっていないかということを確認させていただくという意味での御提案ということで、承らせていただく。(主査) 4. フリーディスカッション ・ 社債市場活性化の議論が価格の透明性に偏っているという御意見については、本WGに出ているからそのように感じられるのではないかと。価格だけではなく、情報開示をどうするか、社債管理者をどうするか、コベナントについて何か工夫の余地がないか等については検討されており、継続的な検討課題として価格情報があるという位置づけだと思う。価格の透明性に偏っているというのは、やや被害者意識が強いのではないかと。現在も、社債管理者については、会社法の法制審議会で議論をされているところだと思うので、バランスを考えて検討されていると理解している。(委員等) ・ 会社法の法制審議会、会社法制部会において、企業統治等関係部会が行われており、まもなく中間試案が煮詰まって、意見照会をするという段階に徐々に入っていくと思われるが、その中では社債管理者に関連する新しい制度として、少し軽微な権限のものを設ける方向で、制度化が進められている。あまり反対意見もなく、現状としてはそれを新たに設けていく方向で取りまとめられていくのではないかなと受けとめている。 そういう意味では、他のこともやっているが、一番難しいだろうと思っていた開示のところが、皆さんの御協力でかなり頑張っていると感じている。投資家の方、発行体の方、それから証券会社の方、あるいは研究機関の方も含めて、一生懸命本制度をつくり上げているという形で動いていると感じられると思う。被害者意識というよりは、みんな頑張っているよねと、他も頑張してほしいよねという、そういう声なのではないかと
--	--

	受けとめている。他方がないのに一方だけ走ってもという意見は必ず出てくるが、こちら側が頑張っていけば引っ張っていくことにもなるし、他のところが頑張ってくれば、こちらもまたなお一層頑張らなくてはいけないという相乗効果が出るような形で、他のところも意見が活性化するように進めさせていただきたい。(主査) - 目に見えて進んでいるのが、このセカンダリーマーケットのものしか見えていないので、項番2のような意見を持つ方が市場関係者に多いのではないかと。日証協も社債市場の活性化は何のためにやっているのか、そしてこれから何をやっていかなければいけないのかということを発信し続けてほしい。 また、投資対象を BBB 格まで引き下げていくということについての、投資家へのプロパガンダというのは、過去、事務局に引き受けいただいたミッションだったかと記憶している。そのような地道な努力が必要かと思っているので、継続していただきたい。(委員等) - 社債の取引価格の透明性や流動性の向上等々という、社債市場の活性化という目的で社債の取引情報の発表制度は始まったと理解しているが、本制度開始以来、売買高も大きく伸びておらず、むしろ長期では低迷しているという状況の中で、本制度は、何のためにやっているのかよくわからない。費用対効果という話がある中で、また制度を拡大してまたコストがかかることについては、やや違和感がある。正直、本来の活性化という命題の効果が得られていない中で、コストだけかかっていくことについては、社内でもやや問題視しているところであり、危惧するところである。 一方で、売買の匿名性という議論があるなか、今の環境下で、これ以上開示を進めていくことが適切なのか疑問に思っている。(委員等) - 当然、このような意見があると思う。本制度の見直しは社債の流動性に悪影響を及ぼしていなければ続けるという議論を建前として置いており、この議論の限りにおいては、流動性に悪影響が生じているという因果関係も逆に見えないという話になり、あまり不満が表面化していない部分もあったと思う。しかし、流動性に何かメリットがあるのかという問題の意識を立てても確証を持った形の意見が出ないという意味では、本制度は非常にデメリットがあるわけではないが、メリットが強く感じられているわけでもない中で、さまざまな御意見を承っておく必要があると思っている。 ただ、お願いベースではあるが、このような状況もある程度予想される中で、汗をかって頑張ってみようといって始めた制度であるので、皆さんの努力と本 WG で決められた事柄が今後の世の中のためになるようにしていく努力を続けていければと思っている。意見を封じ込めるつもりは全くないので、御意見が出ながらも、まだ頑張っていこうねと言えるような環境にしたいと思っているので、むしろ御意見はたくさん頂戴できればと思っている。 最後の最後に、本当にコストアンドベネフィットの観点で、これではもうもたないということになれば、しっかりと考えなければならない問題ではあるので、大切な御意見として承っておきたい。(主査)
--	---

	- 社債市場の活性化について、本協会では長年にわたって公社債・金融商品部だけでなく、他部署も含めて取り組んでいるところであり、まだそれほど表面化してはいないが、潜在的には、クレジット市場の日本における改革というテーマについては徐々にモーメントが出つつあると認識している。その一環として大きくは社債市場が挙げられるが、ローン市場も CDS 市場も、日本の場合はマーケットメカニズムが貫徹していない。それが、様々な問題を起こしているという認識は、当局や日本銀行とも徐々に共有しつつある。まだアクションまでできていないところは若干あるが、もう一つ具体的に動いているのは、法制審議会、会社法制部会であり、これは本協会も相当法務省等に働きかけたこともあって、テーマに取り上げられており、社債管理補助者の制度については今検討していただいているところである。そのほかの面もモーメントは出つつあると思う。この社債の価格情報だけ頑張ることは、必ずしもバランスがとれていないかもしれないが、市場の実態やコスト面からできることを続けていくことが、全体の中で非常に意味が出てくるのではないかと考えているので、どうかよろしくをお願いしたい。(事務局) - せっかく始めた制度なので、頑張って皆さんで進めていただければと思っている。日本証券業協会自体としてさまざまな施策を打つために頑張っているということは、御承知おきのことかと思うが、制度化していくときに、ブレイクスルーするのはなかなか難しい。制度化しようと思えば必ず反対意見が出て、そこに配慮していると先に進まないで、場合によっては同じ会社の担当の間で、1つの方向に行けるようにエンカレッジしていただければありがたい。(主査) 2. 発表停止基準の取扱いの見直しについて 事務局より、社債の発表停止基準の判定の際に用いる参照国債の売買参考統計値について、複利を算出する際に用いる単価を小数点第3位までの数値（小数点以下第4位以下を切り捨てた数値）とすることについて、資料2に基づき説明が行われた。 (主な意見等) - 特に異論がないということなので、事務局案で御了承いただいたこととしたい。(主査) 3. その他 特になし。 以 上
5. その他	※本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	公社債・金融商品部（03-3667-8456）